

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **-18%**Целевая цена: **1 300 KZT**Текущая цена: **1 581 KZT****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнуут/апдейт

KEGOC: результаты 1-го квартала 2023 года

Выручка, 3М '23 (млрд KZT)	61
EBITDA, 3М '23 (млрд KZT)	29
Чистая прибыль, 3М '23 (млрд KZT)	13
Чистый долг, скорр. 3М '23 (млрд KZT)	99

P/E, 3М '23 (x)	13,2x
P/BV, 3М '23 (x)	0,63x
P/S, 3М '23 (x)	1,9x
EV/EBITDA, 3М '23 (x)	5,1x
ROA (%)	3,2%
ROE (%)	4,8%
Маржа EBIT (%)	27%
Маржа EBITDA (%)	48%
Капитализация (млрд KZT)	411
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 566–1 668
Текущая цена (KZT)	1 581
Целевая цена (KZT)	1 300
Потенциал роста (%)	-18%

Динамика акций / биржа	KEGC/KASE		
1700			
1670			
1640			
1610			
1580			
1550			
05.22	08.22	11.22	02.23
05.23			
Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-2%	0%	-4%
vs KASE	-9%	-17%	-35%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

АО «KEGOC» отчиталось по итогам 1-го квартала 2023 года. Компания продолжает показывать умеренный рост выручки как за счет тарифов, так и за счет роста операционных показателей. В то же время валовая, операционная и чистая маржа компании заметно выросли. Однако, причиной роста стало снижение начисленного износа и амортизации. Поэтому EBITDA маржа компании даже снизилась относительно прошлого года. В целом наша модель оценки изменилась незначительно: был снижен WACC, но также увеличен чистый долг, так как прошла экс-дивидендная дата, после которой цена на рынке снизилась, и мы вычли эти дивиденды из расчета. В итоге с учетом всех изменений и предположений в модели оценки, наша новая целевая цена одной акции KEGOC составляет 1 300 тенге с текущей рыночной переоцененностью в 18%. Рекомендация – «Продавать».

(=) Продолжение умеренного роста выручки. Выручка компании за 1-й квартал 2023 года выросла на 10,5% г/г во многом за счет увеличения доходов от передачи электроэнергии. Данная статья выручки выросла на 9,7% г/г благодаря росту объемов передачи на 8,6% г/г. Также, доходы от диспетчеризации и балансирования электроэнергии увеличились на 4,9% и 7,8% г/г соответственно. Однако, по этим статьям доходов рост объемов оказался небольшим и составил 2-2,2% г/г. Тогда как тариф на диспетчеризацию вырос на 2,6% г/г, а тариф на балансирование электроэнергии вырос на 5,7% г/г. Несмотря на некоторый рост объемов компании, производство электроэнергии в Казахстане в первом квартале снизилось на 0,2% г/г. Однако общий показатель производства и импорта показал рост в 1,5% г/г в январе-феврале 2023 года.

(=) Снижение EBITDA маржи. Квартальная валовая маржа компании увеличилась с 25% в 2022 году до 31% в 2023 году, во многом благодаря снижению износа и амортизации на 22% г/г. При этом из-за столь большой разницы в износе и амортизации, квартальная EBITDA маржа снизилась с 51% в 2022 году до 48%. EBIT маржа увеличилась с 22% до 27%, также за счет уменьшения износа и амортизации. Чистая маржа компании на этом фоне выросла с 16% до 22%, в том числе благодаря прочим и финансовым доходам, которые выросли на 97% г/г и 62% г/г соответственно. В итоге компания за квартал получила чистую прибыль в размере 13,5 млрд тенге, или 51,8 KZT на акцию, что на 58% больше, чем результат в 2022 году.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Несмотря на увеличение EBIT маржи рост во многом случился благодаря снижению начисленного износа и амортизации, а EBITDA маржа

при этом снизилась. Свободный денежный поток компании в 1-м квартале оказался на уровне 4,3 млрд тенге, что на 5,4 млрд больше, чем в прошлом году, но на 41% меньше, чем в 4-м квартале 2022 года. И все же инвесторам можно ожидать дивиденды за первое полугодие как минимум на уровне прошлого года. Объем наличных средств увеличился по сравнению с концом марта 2022 года на 7,8%, даже несмотря на рост рабочего капитала на 39%. В модели оценки мы увеличили прогнозный уровень EBIT маржи, но в то же время снизили объем износа и амортизации. В итоге прогнозная EBITDA маржа практически не изменилась. В то же время WACC несколько снизился благодаря снижению премии за риск в инвестиции в акции с 5,9% до 5,3%. Однако, так как акции уже упали в цене после экс-дивидендной даты, мы вычли объем недавних дивидендов за второе полугодие 2022 года из денежных средств. Из-за этой корректировки чистый долг вырос с 87 до 99 млрд тенге, что снизило оценку. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы немного повысили целевую цену одной акции АО KEGOC до **1 300 тенге**, что указывает на **переоцененность рыночной цены на 18%**.
Рекомендация – «Продавать».

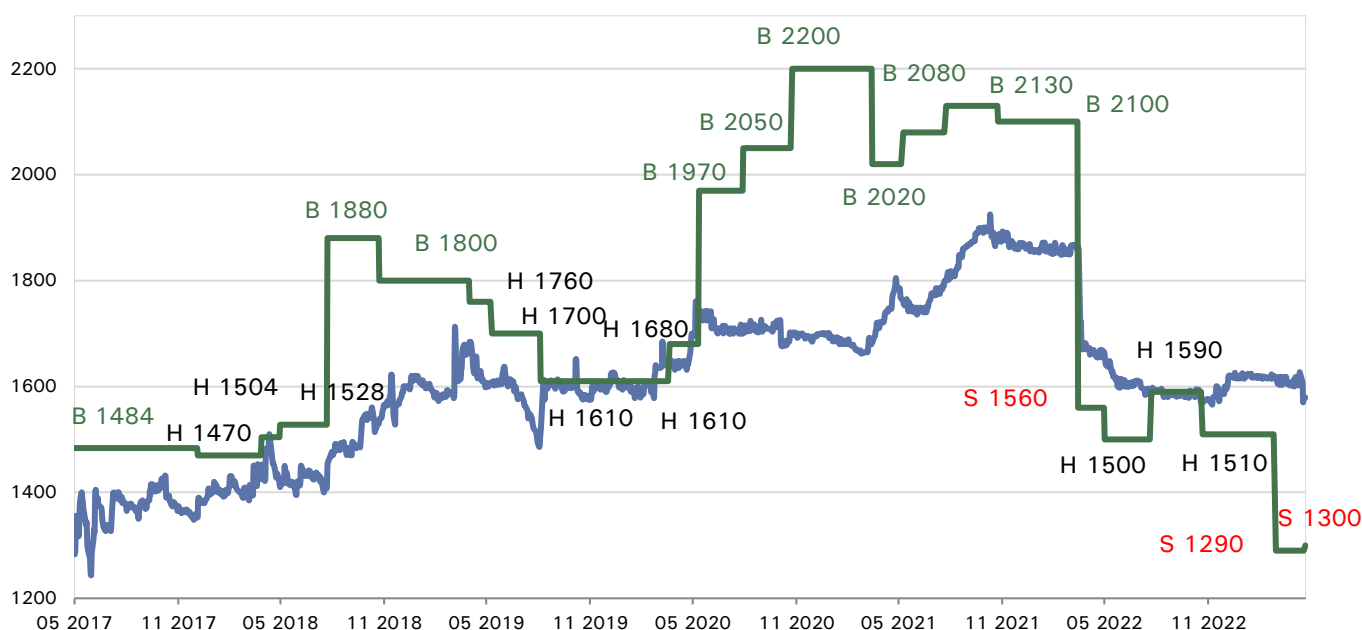
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	27.03.2023	18.05.2023		
Чистый долг, млрд тенге	87	99	+ 14%	Увеличение чистого долга произошло во многом из-за вычета недавних дивидендов в размере 13,15 млрд тенге, которые уже повлияли на рыночную цену
WACC, %, 2023	17%	16,6%	-0,4 п.п.	Снижение риска инвестиции в акции с 5,9% до 5,3%.

Расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker (B – «покупать», H – «держат», S – «продавать»)



Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов